

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第156回】

2006年7月21日

1980年代後半期と1990年代の 為替介入効果の比較分析

日本大学経済学部教授

小 卷 泰 之

上智大学経済学部教授

竹 田 陽 介

「世界的不均衡と低金利」

竹田 陽介

経済科学研究所総合研究プロジェクト「為替介入の効果と日銀の金融調整に関する理論及び実証研究」として、上智大学の竹田陽介先生と研究を2年間実施してまいりました。為替介入に関する経済効果の研究は欧米では先行的に進められていますが、日本では利用可能なデータの制約から研究も近年まで多くありませんでした。

ですから、我々の研究でも研究期間の多くの時間をデータベースの構築に時間を割く結果となりましたが、1980年代後半を中心とするデータベースを構築することができました。本日は、その研究成果について報告したいと思います。為替レートの急激な変動、特に円高は、変動相場制移行後の日本経済を振り返ってみると、大きな影響を与えてきたことが伺えます。特に、1985年のプラザ合意以降、260円程度から120円台まで急激な円高となりました。この円高により、直後の不況だけでなく、その後のバブル経済を引き起こした遠因にもなっている可能性も指摘されています。したがって、経済活動を安定にさせるためには、為替レートの変動を抑えることが大きな政策課題となっており、これまで為替レートの変動をスムーズにさせるため通貨当局は為替市場への直接及び間接的な介入を行ってきました。

しかしながら、為替市場への当局の介入は効果があったのでしょうか。先行研究では、為替介入の効果については評価が分かれております。そこで、今回の研究では、為替市場における当局の介入と、また、介入が金融政策も含めてどのような経済効果を持っているのかについて、理論的及び実証的な分析を進めてきました。近年(2000年以降)、アメリカの経常収支の赤字は再び史上最大レベルになってきており、私たちの研究した対象期間(1980年代後半期)と同様の状況となっております。そこで、まず竹田先生から「世界的不均衡と低金利」というテーマでお話いただきまして、為替調整が必要とされる経済的な背景、その考え方について報告します。その後、私の方から、1980年代後半における為替介入につきまして、実証結果について説明をしたいと思っております。

上智大学の竹田と申します。本日の話の目的は、アメリカ経済が抱えている問題を大掴みにして、それが世界経済とどのようにつながっているのかを理解することにあります。それに関しましてまず、2つの参考文献を挙げておきます。

Gourinchas=Rey[2005, NBER WP, #11563]

Caballero, Farhi=Gourinchas[2006, NBER WP# 11996]

著者は、名前からわかりますように、明らかにヨーロッパの方々です。1つは、GourinchasとReyという、まだ20代後半と思われる2人のフランス人研究者が書いたもの、もう1つは、やはりヨーロッパ系のCaballeroとFarhi、そして先ほどのGourinchasという3人の方が書いたものです。この2つの参考文献を手がかりにして、いま世界で起こっていることを大掴みしようというのが、本日の私の話の目的です。

話の構成としましては、まず最初に、データで現状について見たうえで、どういうことが背景として起こっているのか、そして、いま多くの人々が心配しているドルの暴落ということが、どの程度起こり得る現象なのか、あるいは、ドルがどのぐらい暴落し、減価すると、いま起こっている現象は帳消しになるのかという試算例をお示しいと思います。

そもそも為替介入の議論と申しますのは、当局が望ましいと考える為替レートの水準があるとして、それにそぐわない何か異常な動きが見られるという判断が政策当局に働くときに、為替介入が実施され、効果を発揮することになるわけですが、では現在、世界の資本市場を取り巻く状況はどうなっているのか。大掴みに世界を理解するといっても、実際にはなかなか難しいことですが、ここではとりわけ1990年代における「三極」の構造というものを捉えてみたいと思います。

ヒト・モノ・カネ、すべてが世界を一瞬にして駆け回るというグローバリゼーションが進んできたのが1990年代です。その下でどういうことが現象として起こってきたのかというのが、図1で簡単にわかります。

このグラフはいずれも1990年から2004年までの動きです。「 \star 」はアメリカの経常収支です。パーセンテージで書かれていますのは、世界全体のGDP(国内総生産)を計算して、そのうちアメリカの経常収支の額がどのぐらいかという比率を指しています。「 \square 」は日本とEUを合体して1つの極と考えた上で、その経常収支額の世界全体のGDPに対する割合を表しています。もう1つの極は、アメリカ、EU、日本を除く、その他諸国をすべて合わせたものです。そのROW(rest of the world)の経常収支の対世界GDP比の動きが「 \circ 」で表されています。

アメリカの経常収支は、1990年代前半はやや赤字ですが、世界全体のGDPに占める比率は0.5%程度で低い水準だったわけですが、1990年代半ば以降、トレンドとして下がっている。額で言いますと、2004年度の経常収支の赤字は6,000億ドル、これはアメリカのGDPの5.3%に当たります。これが今後どうなるかが大問題なわけですが、おそらくこのトレンドの動きから、今後ますます赤字がかさむと考えられます。

経常収支といえますのは、モノや生産要素を売ることから得られる受け取りから支払いを引いたものです。経常収支が赤字になるということは支払いの額が多くなることを意味します。当然、アメリカの経常収支の赤字は、その他世界に対するアメリカの負債が累増することを意味するわけです。アメリカがかかえる資産より、アメリカがかかえる負債の方が、どんどんかさんでいく、資産も増えていくかもしれないけれども、負債はそれ以上に増えていく、つまり、支払わなければならない分、世界から資金を借りなければいけないという状況が起こっているわけです。

では、アメリカに資金を貸しているのはどこかと言いますと、成熟した金融市場を持っているはずのEUと日本ですが、実はアメリカの赤字の3分の1ぐらいしか出していないのが現実です。1990年代後半において、アメリカの負債を大きく賄っているのは、実はROWの国々だということが、このグラフからわかります。

こういう話をしますと、賢明な聴衆の皆様は、「あ、それは中国だろう」と思われるかもしれませんが、確かに、中国がアメリカ政府の発行した国債を買っているというのも、その1つの表れです。

しかし、決して中国だけではありません。韓国やその他アジア諸国は、1990年代後半以降、多くの貯蓄をするようになっていきます。1997年に東アジアの国々では深刻な金融危機に見舞われました。流入していた資金が一斉に海外に逃避してしまうという現象が起こったわけです。1990年代後半以降、それらの国々では、「もし今後、金融危機がもう1回起こったら大変なことになるから、いまのうちに貯蓄しておこう」という予備的な動機から、多くの貯蓄をするようになったという仮説があります。その予備的な貯蓄が、このグラフの「 \circ 」の動きになっているわけです。ROWは、世界全体の資本市場にとって資金を供給する主体です。そしていまやアメリカの赤字も賄うほど、ROW、特にアジア諸国の経常収支は、プラスに転じていることとなります。

さきほど、日本とEUは成熟した金融市場を持っていると言いました。しかし、日本も1997年から1998年にかけて深刻な金融危機に見舞われました。いまでも銀行部門はまだ正常とはいえない状況です。ところが、あまり深刻な金融危機に陥らないという意味で、一応成熟した金融市場を持っていると言えると思います。日本の1990年代は「失われた10年」、つまりそれまでため込んでいたものをすべて吐き出してしまった10年だと言われております。とりわけそれが顕著に表れているのが、貯蓄率の動きです。一貫して低下しております。世界市場に資金を供給する主体であった日本の役割は、どんどん小さくなっているというのが現状です。

一方、EUの方には、ここ20年、EMUに加盟するための条件を厳しく設定してきたという経緯があります。EMUという1つの経済統合をつくるために、さまざまな条件を課しました。例えば、「財政赤字をGDPの60%以内に減らせ」ということが、マーストリヒト条約で締結されました。財政赤字を減らすということは、その国々が国債を発行できなくなることを意味します。国債発行を抑制すれば金融市場は厚みのないものになってしまいます。よって、現在、EUのマーケットは投資家にとって「買うものがない金融市場だ」と思われています。

世界経済全体を総括しますと、アジア諸国は多くの貯蓄を抱えています。日本は貯蓄がほとんど

なく、「失われた10年」で設備投資に対する需要も減退してきた、需要も供給もありません。EUも、投資する先としてはまだまだ不十分だという状況です。こういう世界全体の見取り図の中で、アジア諸国の高い貯蓄率に支えられた資金は、一様にアメリカに向かった、1997年以降、アメリカの経常収支の赤字を賄ったのは、ROW、特にアジア諸国の高い貯蓄であったという姿が、この図1から推測されるわけです。

以上に述べました「世界的不均衡」に加えて、1990年代の世界全体を見渡して顕著な現象は、金利がかなり低い水準で推移してきたということです。図2はIMFが公表しているデータです。

「—○—」の世界全体の実質短期金利はトレンド的に下がってきて、2004年以降はマイナスになっています。実質金利といいますのは、通常われわれが目にしていきます名目の金利から、物価水準の変動の影響を取り除いたものです。「—○—」のアメリカの長期実質金利も、若干短期金利よりも高い水準で推移していますが、どんどん下がってきています。日本も、1999年以降、ゼロ金利政策を発動して、つい先日（7月14日）に、解除の決定がなされました。こうした低金利がなぜ世界で起こっているのか、これもわれわれが説明しなければいけない現象のひとつです。

これまでの話をまとめますと、1990年代の日本はTFPの低下による低成長が起こり、投資需要が減退しました。TFP (Total Factor Productivity = 全要素生産性) を測定することは大変難しい作業ですが、1990年代の日本の「失われた10年」を説明する大きな理論的な支柱として、日本大学の乾友彦先生をはじめ、多くの研究者が精緻な分析をされています。このTFPの低下によって、企業が資金を借りてまで設備投資をしたいという意欲が減退してきたということです。

一方、EUは統合のために国債発行が抑制されています。マーケットに出回る債券の額が非常に薄いために、厚みのない金融市場になっています。

その他諸国は、アジア諸国における金融危機に対する予備的な動機に基づく高貯蓄という現象が見られます。

このような背景の下で、理論的に考えると、どういことが帰結として起こるかということが、今回の話の主たるテーマです。

まず第一に、「世界資本市場」というものを考えてみます。世界全体の資本市場というのは、一体どこにあるのかと聞かれますと、お答えするのは難しいですが、マーケットが統合されていて、そこで自由に資金を借りたり貸したりすることができる市場を想定するわけです。

余剰資金を世界資本市場に供給する経済主体の貯蓄をすべて合わせたのが、図3の「—」線・「—■—」線で描かれた「貯蓄関数」です。一方、世界全体の企業が設備投資をするために資金を借りる資金需要をすべて合わせたのが、この右下がりの「……」線・「■■■」線で描かれている「投資関数」です。

貯蓄関数は、世界資本市場で決まってくる世界金利が上がると、貯蓄が増えるという関係を表します。投資関数では、世界資本市場の金利が上がると、資金コストが高くなるので、企業の設備投資に対する需要が下がる、金利が上がると需要が下がるという関係になっています。世界全体の貯蓄、世界全体の投資を合わせたものが、この2本の線で表されているわけです。世界全体の資金を供給する量と世界全体の資金を需要する量が貯蓄関数と投資関数によって表され、その交点はまさしく世界全体の資金の需要と供給を一致させる水準ですから、この交点でこそ、世界資本市場における均衡金利が決まっていることとなります。

次に、先に述べました1990年代に起こってきた現象は、世界資本市場においてどのように反映されるかについて考えます。まず資金の供給である貯蓄に関しては、アジア諸国が1997年以降、金融危機に備えて予備的な貯蓄を増やす、同じ金利水準であっても高い貯蓄を持っているという現象は、貯蓄関数を右側にシフトさせます。「—」線で描いたものは、アジア諸国に金融危機に対する予備的な貯蓄が起こる前の貯蓄関数です。それに対して「—■—」線は、アジア諸国の予備的な貯蓄を含めた貯蓄関数で、これは同じ金利のもとでより高い貯蓄をもたらすという変化を表しています。

一方、資金に対する需要である設備投資はどうなっているかという点、世界全体の資金の需要関数である投資関数は、「……」線が「■■■」線にシフトする、つまり同じ金利の下で、より低い資金量しか需要されない、これが日本の「失われた10年」の姿です。

1990年代以前においては、「—」線の貯蓄関数と「……」線の投資関数の交点で金利が決まっていたのに対して、1990年代になってからは、「■」線の貯蓄関数と「—」線の投資関数の交点で金利が決まりますから、それまでの水準よりも金利は大幅に低くなっている、つまり、世界全体の資本市場を取り巻く状況を大掴みするためには、このグラフで十分なわけです。アジア諸国の高貯蓄、日本の「失われた10年」による投資需要の減退、それによって低金利がもたらされているという事実を、このグラフは指し示しています。

ところで、アジア諸国の高貯蓄の影響について考えますと、本来、おカネに色はついていませんから、どこにおカネを貸してもいいわけです。しかし、1990年代の日本は、不幸なことに「失われた10年」で、需要はほとんどありません。EUも、統合のために国債発行が抑制されて、金融市場に買うものが少ないという状況です。そのような状況の中で、中国をはじめとするその他諸国の高い貯蓄は、必然的にアメリカのドル資産に向かっていく、ドル資産への一極集中が起こったこととなります。

最初にお見せしましたように、アメリカの經常収支の赤字を賅ってきたのは、EU及び日本とROWという2つの極の貯蓄ですけれども、とりわけ大きな寄与をしたのはROWだったわけです。ROWの高い貯蓄はすべてアメリカのドル資産に向かったと言っても過言ではないと思います。ところが、こういう1990年代の状況から懸念されることとして、「いまは世界のおカネはアメリカに向かっていくけれども、ドルを要しないと人々が言うようになったときに、ドルの価値は大幅に下落する、ドルが暴落するのではないか」ということがあります。

代表的なドル暴落シナリオの1つは、日本経済の回復です。どの程度回復するかにもよりますが、日本経済が復活すると、日本の資本市場で取引される資産の額が増えて、世界からたくさんの資金が日本の資産を買うようになる、円を需要するようになるということは、いままでドルを需要していた資金が円に移ってくるわけですから、これがドル暴落を引き起こす引き金になる可能性があるわけです。

もう1つはEUの影響です。日本経済の回復と

いうのは日本人である私たちにとってはうれしい限りですけれども、日本経済の回復によってドル暴落が起こるシナリオはあまり現実的とは思われません。世界全体における日本経済の占めるウェイトは今後、下がりこそすれ、大きくなると予想する人はほとんどいないのが現実です。それに対してEUは、現在は統合のために国債発行が抑えられて厚みのない金融市場になっていますが、今後マーケットがもっと厚みを増して、さまざまな資産の取引ができるようになる、「洗練された金融市場」が育成されて、ドルに代わる国際通貨としてユーロがプレゼンスを増してくる、そして人々は一斉に、ドルではなくてユーロを利用するようになるとしたら、これはドル暴落の引き金になる可能性が十分あると思われます。

「このままだとドルは危ない」ということを一番強く肌身で感じているのは、おそらくヨーロッパの人たちではないかと思えます。最初にご紹介しました2本の参考文献を書いたのが、アメリカの大学で教えている研究者ですけれども、いずれもヨーロッパの人たちであるのも頷けます。日本の私たちは、ドル暴落に対する皮膚感覚というのが、あまり発達していません。ヨーロッパでは多くの人が「どのようにしたらドル暴落が起こらないのか」という研究をすでに始めております。1985年のプラザ合意や1986年のルーブル合意に見られるG7あるいは最近ではG8の間での国際的な為替の協調、介入政策が必要になるだろうという見通しが、自然な解として考えられるようになってきています。

ドル暴落を引き起こさないように為替介入を国際的に協調しながら実施するとして、どの程度効果があるのかという点について理解するためには、どの程度ドルの価値が暴落すると、いまアメリカが抱えている借金が帳消しになるのかが焦点になるわけです。以下では、3つの試算例(Obstfeld and Rogoff, 2004; Blanchard, Giavazzi and Sa, 2005; Gourinchas and Rey, 2005)を挙げますが、これらはいずれもヨーロッパの研究者によるものです。

例えば、GourinchasとReyという最初にもご紹介しました2人の研究者による研究では、ドルの減価がアメリカの対外負債の減少に与える経路として、2つのルートがあることを強調していま

す。1つは通常の「交易条件効果」(Term-of-Trade Effect), もう1つが「通貨価値効果」(Valuation Effect)と呼ばれます。

ドルが減価するという事は、アメリカにとって輸出する価格が安くなるわけですから、輸出が増える、多くの人々がより安いアメリカの製品を輸入するようになって、アメリカからその他の国への輸出が増えます。それはアメリカの経常収支を改善する効果があります。受け取りから支払いを引いたものが経常収支です。経常収支が好転するという事は、借金が返せることになって、アメリカが抱えている対外負債を減らす効果がある、これが交易条件効果です。

この効果もちろんあるけれども、それよりも通貨価値効果に注目すべきだというのが、彼ら2人の研究の特徴です。

いまアメリカという1国のバランスシートを考えますと、アメリカの対外資産は10兆ドルで、GDPの85%に当たりますが、その70%は非ドル建ての資産です。一方、対外負債の方は12.5兆ドルで、GDPの107%に当たりますが、ほぼ100%がドル建てです。アメリカは自分の資産として、70%はドル以外の通貨で資産を保有し、30%はドル建ての資産を保有している一方、負債の方は、アメリカ国債が一番大きく、ほとんどドル建てで借りているというのが特徴です。

そこでドルが減価する、ドルの価値が下がるということは、ほかの通貨の価値が上がるわけですから、アメリカの持っている対外資産の70%を占める非ドル資産の価値が上がる、対外負債の方はドル建てですから変わらないけれども、対外資産の方は非ドル資産の部分だけ、ドルの通貨価値下落によって価値が上がることになりますから、ネットで見ると、資産と負債の差が縮小される結果をもたらします。

いま2.5兆ドルぐらい対外負債の方が多いわけですが、これがゼロになるにはどのぐらいドルの減価が起こればいいかというのを計算すると、「5年後に12.6%から17.8%のドルの減価が起これないとだめだ」というのがGourinchasとReyの試算結果です。例えば、いま1ドル=117円ぐらいですから、1ドル=100円切るぐらいの

水準ということになります。

図4、図5はアメリカのバランスシートを1952年から2003年まで時系列で見たものです。まず資産の方(図4)は、初期のころは銀行のローンが中心でした。多くの諸外国に銀行がおカネを貸しているというのが主な資産の形態だったわけです。最近では、直接投資と株式、この2つの比率が増えています。特に株式は1990年代以降増えている、それまでアメリカの人たちはその他諸国の企業の株など持とうとしなかったのですけれども、1990年代になって、銀行ローン中心から、直接投資あるいは株式投資にシフトしていることがわかります。

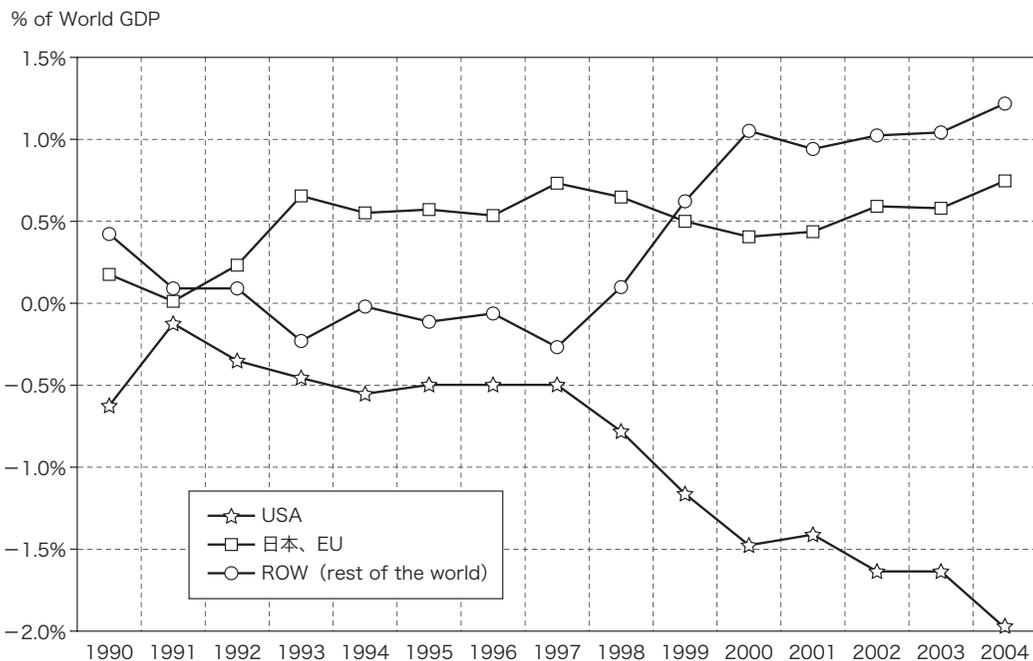
一方の負債の方(図5)は、銀行ローン、貿易信用、その他の債券が中心で、負債の額は増えていきますけれども、割合はあまり変わっていません。負債構造の方はほとんど変わっていないけれども、資産構造は1990年代になってから、銀行ローン中心から、直接投資、株式投資に移ってきた、そういう変化が見られるということです。

その結果、アメリカが世界経済において果たす役割が、一言で言いますと、「世界の銀行」(the World Banker)から、いまや「ベンチャー・キャピタリスト」(Venture Capitalist)になったと言えます。安全な資産として銀行ローンを発行するという「世界の銀行」から、まだ海のものと山のものともわからない海外の企業に対して直接投資あるいは株式投資というかたちで積極的におカネを貸してリスクを取る主体である「ベンチャー・キャピタリスト」になってきている、これが1990年代におけるアメリカの明らかな変化であるということになります。

このリスクを取る主体であるアメリカで、もしドル暴落が起こったとすると、その他諸国に与える影響は莫大であるだろう、だからこそ、ヨーロッパの人たちが懸念しているように、どうしたらドル暴落を防ぐことができるのか、そのために為替介入はどういう形で実施すれば最も効果的かということの研究する意義が、そこにあるわけです。

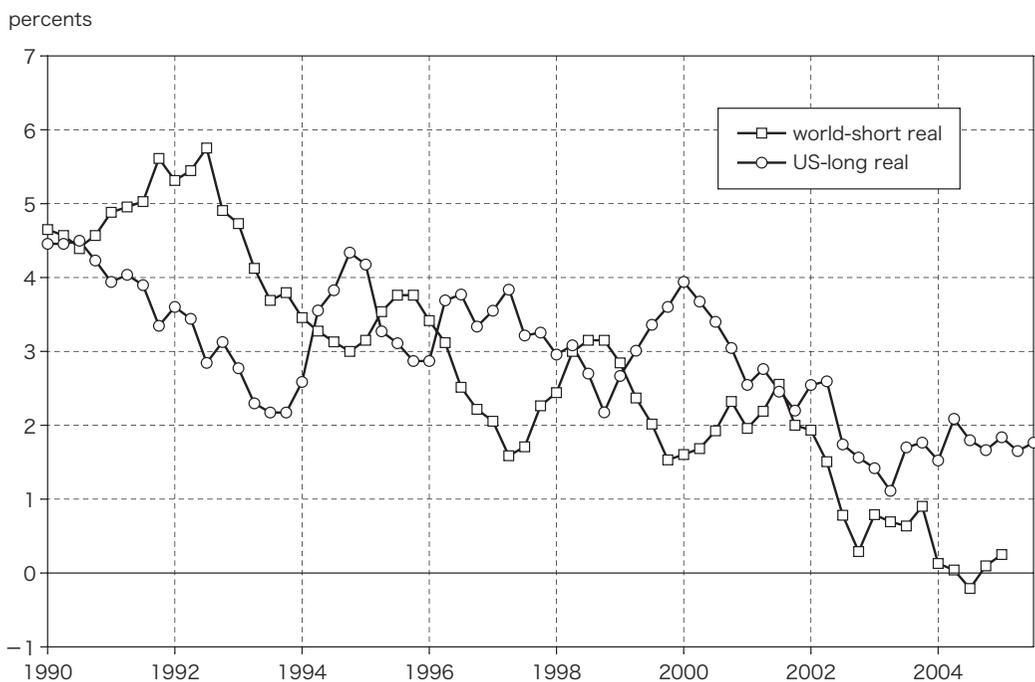
私からは以上です。

図1. Current Account by Region (percent of world output)



出所) Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates," NBER WP, No. 11996, 2006.

図2. World and US Real Interest Rates



出所) Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates," NBER WP, No. 11996, 2006.

図3. 世界資本市場

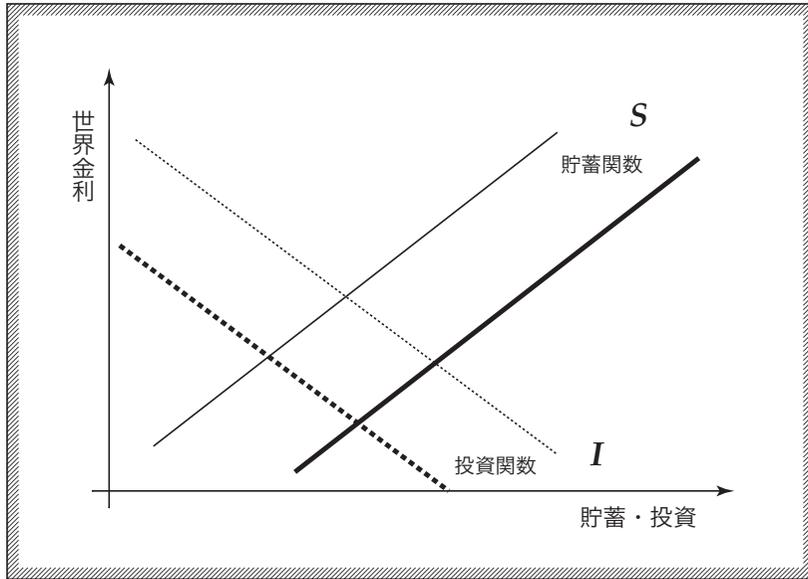
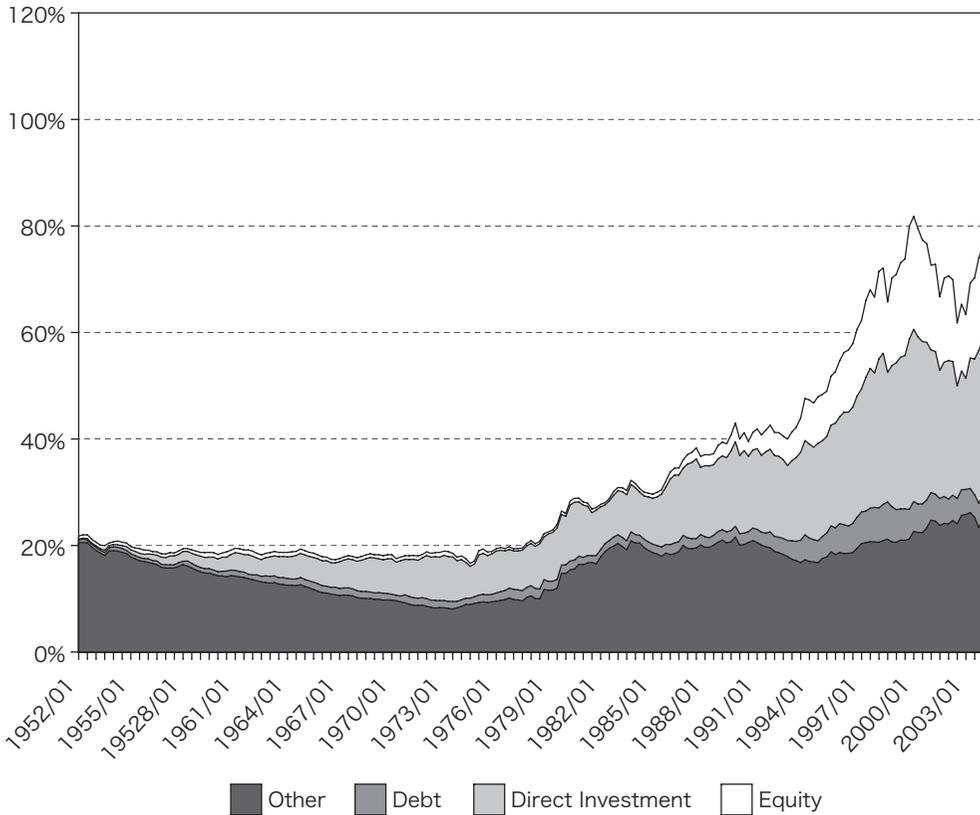
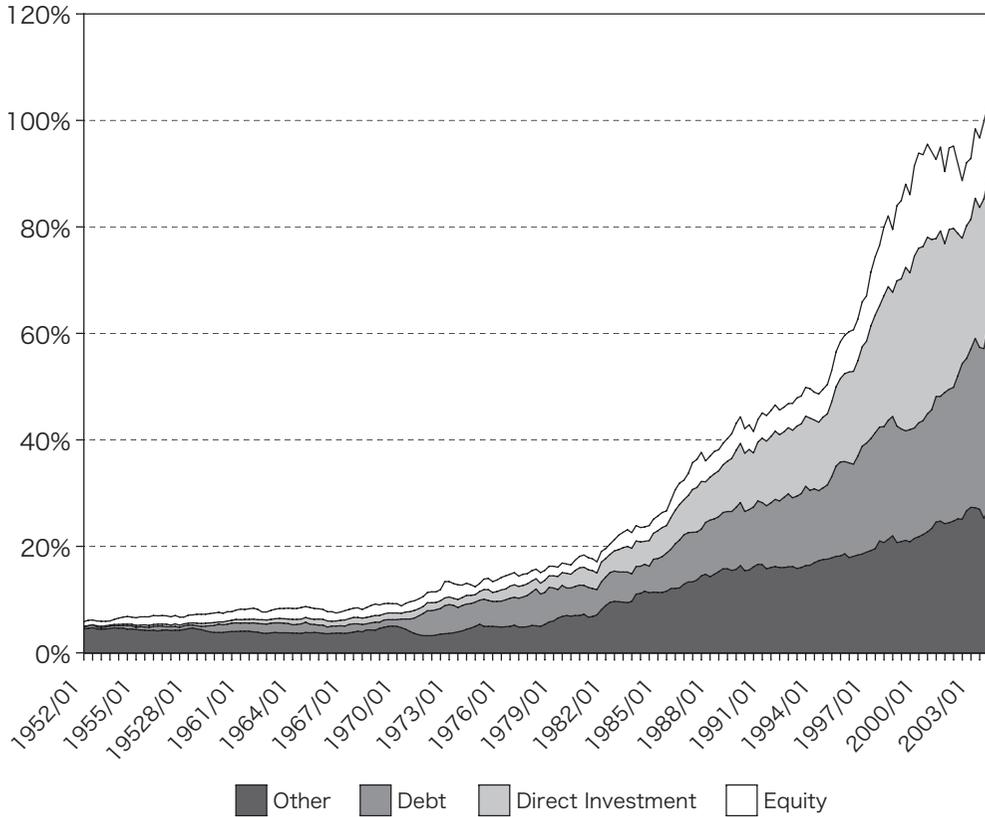


図4. U.S. Gross External Assets (share of GDP), 1952-2004



出所) Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege," NBER WP, No. 11563, 2005.

图 5. U.S. Gross External Liabilities (share of GDP), 1952-2004



出所) Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege," NBER WP, No. 11563, 2005.

「1980年代後半期の為替調整における 公的介入の即効的な効果」

—観測介入と口先介入の比較—

小巻 泰之

続けて私のほうから報告をさせていただきます。先ほどの竹田先生からの報告にありました通り、2000年以降の国際通貨の置かれた状況は、まさに1980年代後半と同じような状況なのかもしれません。「ドルの暴落」のリスクが高い状況ではないでしょうか。このことは、1980年代後半当時に主張され、ドルのハードランディングを防ぎ、いかにソフトランディングしていくのかというのが大きな国際的な課題にもなっていました。竹田先生の報告で指摘のあった「協調」という言葉が、1つのキーワードとして浮かんでくると思います。今回の研究のテーマは、1980年代後半の以降の為替調整において、公的な介入がどのような効果を持ったのかを検証することにあります。副題に観測介入と口先介入と示したのは、単に一般的な「介入」だけでなく、当局者の発言も介入として取り扱っています。この点は、後ほど説明します。

まず、為替介入の効果に関する先行研究を紹介します。為替介入に関する先行研究は、次に申し上げる2つの理由から難しいものになっています。第一に、為替介入の実施に関する情報公開の問題です。為替における公的な介入がどの程度影響を持つのか調べるためには、当然ながら、為替介入がどの時点で、どこの市場で、どの程度の額で、そしてその主体は一体どこなのか。日本銀行なのか、BOE（イングランド銀行）なのか、あるいはFRB（アメリカ連邦準備銀行）なのかということが重要になってきます。しかし、介入に関する情報公開は不十分なものに留まっています。アメリカは従来から介入情報を開示していますので、アメリカを中心とする先行研究は多く見られます。しかし、開示されているとはいえ、どの市場で実施されたのかは不明です。また、日本はつい最近までデータの開示がなされず、2001年7月に1991年7月以降の為替介入の状況が財務省から公表されたばかりです。

第2に、為替介入というのは頻繁に行われるも

ではありません。あるときには集中豪雨のようなかたちで連続的に介入が実施されますが、実施されなくなると全くない。直近がまさにそういう状況で、つい最近まで日本は為替介入を雨あられのようにやってきたのに、2004年3月以降介入は全く実施されていません。このように定期的に為替介入が行われるものではないというのも、これまで為替介入の研究を難しくしていました。

為替介入の効果については、先行研究では意見が分かれています。為替介入が効果を有する場合には、幾つかの条件があります。一般的に、中央銀行が為替介入を行うと金融市場に参加している銀行に対して、ドルを買うあるいは、買わないという取引をすることによって、国内の金融市場において資金が中央銀行によって吸収されてしまうのか、あるいは放出されるのかという効果を持ちます。したがって、介入により資金供給をそのまま放置させるのか、あるいは吸収するのか（不胎化介入か非不胎化介入か）により、介入の効果が異なっていると考えられています。また、それ以外のものとして、いわゆる市場の期待があります。つまり、当局が強くと介入をやってくると、何かしら当局が意図を持っているのではないかという、アナウンスメント効果あるいはシグナル効果と呼ばれるものが市場に生じる。これも為替介入の効果と考えられます。

日本でも、介入データが発表になって以降、先行研究が幾つか出てきています。例えば、介入による為替相場の反転効果について、東京大学の伊藤隆敏先生の研究で、「1990年代以降の為替介入の成功率は6割程度で、かなり成功してきた」と指摘しています。ところが、同じデータを使った井澤・橋本先生の研究では、「4割以下の成功率だ」という結果が出ています。

また、介入により為替相場を安定化させてきたのかについても、伊藤先生の研究では、「おおむね達成している。特にミスター円と言われた榊原英資氏が財務省財務官の時には非常に効果があった」と指摘しています。それに対して井澤・橋本先生の研究では、「一定の効果はあったけれども、程度は小さいし、時期に異なる」という見方を示しています。

市場の期待への効果の面では、これは欧米における先行研究ですが、「ボラティリティーに正の

有意な効果」あるいは「将来の為替レートの分散を高める」というかたちで、市場への期待の効果もあるのではないかという結果になっています。ただ、これについても「効果がない」という全く逆の研究結果が発表されています。

このように、為替介入の効果については、先行研究においても一致をみたものとは言えません。過去の為替の推移をみると、1980年代後半には1ドル260円から120円まで大きく円高にシフトしており、この時期には為替介入の効果があったと指摘されています。為替介入の大きなイベントとして1985年のプラザ合意前後の状況を見てみたいというのが、今回の研究の1つの大きな動機になっています。しかしながら、先ほど述べた介入に関する情報公開は不十分となっています。そこで、今回の研究では新聞情報をもとに、その分析を行うことにしました。介入についての日銀総裁のコメント、アメリカのレーガン大統領あるいはベーカー財務長官の発言など、当時の紙上を賑わせた新聞報道をもとに、介入の効果があったのかなかったのか考えてみようというものです。介入に関する情報が公開されていないがゆえに、報道情報に頼ることにしようというわけです。

このような新聞報道を用いる先行研究があります。但し、いずれの先行研究も公式の介入に対する情報が公開している時期での分析であり、日本の場合、情報開示されていません。ですから、ここでの介入は、副題にある通り「観測介入」ということになります。つまり、本当に介入があったかどうかはわからない。しかし、介入があったかもしれないという情報がマーケットを駆け巡ることにより、何かしらの影響を与えた可能性があるのではないか。そこで報道ベースのデータを用いて分析するのが本研究の大きな特徴です。

具体的には、1985年から1987年の3カ年の日本経済新聞及び日本金融新聞の縮刷版をもとに、外国為替の相場状況、アウトルック、外国為替に関する記事の中から、「介入」、「ドル相場に関する当局のコメント」をキーワードに1つ1つ抽出してきたものが今回の為替介入情報になります。このデータの使い勝手が非常にいいのは、通貨当局の公表データでは不明な点が新聞情報ではわかるということです。

これは本論の特徴の1つで、どの時点で介入の

観測が市場に流れた、つまりベーカー長官や澄田日銀総裁が発言した場合に、最初に情報が流れた市場と時間が新聞には記載されているわけです。したがって、どの市場の影響が強いのかという市場の特定が可能になってくる。先行研究においては為替介入を行った市場を特定することができなかったため、複数の市場で介入以外のいろいろなことが起こる、その効果が混在していたわけです。しかし、この新聞報道の情報を用いることにより、為替介入の効果のみを抽出できる可能性が高い。

同時に、為替介入は、一旦実施されると多くの市場で連続的な介入が実施されます。しかし、新聞報道であれば、単体介入効果の検証も可能である。その日その日の介入についての情報が出ていて、しかも市場が特定できるということから、その市場における単体の効果を1つ1つ見ていくことが可能となります。

もう1つは口先介入の効果です。日本では日銀、アメリカではFRBがどのようなコメントをしたのかについて、当然ながら新聞では、所属、どの機関のどの役職の人が発表したものだということも併せて見ることができます。したがって、所属あるいは役職別にどの程度効果があるのかということも検証可能になってくるわけです。

本論の分析対象の範囲は1985年の1月から1987年の12月末までを対象としております。ちょうどドル・円相場が、260円をピークとして、120円まで約60%ドル相場が下がってきた時期に当たります。先ほど竹田先生から「5年で10%」の為替調整というお話がありましたが、この時期も、いわゆるドル暴落ではないけれども、緩やかになだからに落ちている、そういう大きな変動があったということです。

また、為替市場というのは常に24時間マーケットとしてつながっています。これまではどの時点で介入が行われたのかわからなかったため、過去の先行研究においては、例えば、東京の17時の終値と翌日の東京の終値を比較して、その間に介入があった場合、その介入がうまくいったかどうかを判断するわけです。ところが、その間に、ロンドン市場でサッチャー英首相やニューヨーク市場でベーカー米財務長官の発言など、いろいろな事象が混在しておりますので、必ずしもその介入が効いたかどうかはわかりにくいという欠点を

持っています。

今回の研究で用いるデータについては、市場が特定できます。ですから、日本の8時の始値から終値の変化、あるいはロンドンの終値との変化、あるいは東京の始値からニューヨークの終値の変化というように、それぞれ3つの市場の間に例えば、東京市場で起こったことがどのようなかたちで為替に影響を与えていったのかを検証することが可能となります。

ロンドンの始値は東京の終値とほぼ同時間になるわけですが、ロンドンの始値から終値、そしてニューヨークの終値、そして翌日の東京の終値というかたちで、3つの市場の間でどのように変わってくるのか。それが効果として強くなっていくのか弱くなっていくのか。もちろんほかの影響もありますので、必ずしもその市場において起こった反応だけで見ることではできませんけれども、今回の研究では従来の研究に比べ、介入の効果を判別できるのではないかと考えています。

今回は観測介入というかたちでデータを拾ったわけですが、新聞で報道されただけでも非常に多くの介入が行われています。当時は円高が進んでいますので、円高が急激に来ないように、ドル買い介入する。あるいは、ドル暴落が来ないように、なるべくならかになるようにということを目指して、ドルを買って円を売る。そしてできれば円安に持っていきたい。そういったものがこの時期の新聞報道の全体の3分の2ぐらいを占めています。

介入の形態として委託というのがあり、ドル売り、ドル買いを合わせて48回となっています。これは、例えば、日本銀行がFRBに委託して、FRBがニューヨーク市場で介入をするということです。それは、介入を実施した市場はニューヨークですから、48回の中に含まれています。本当の介入主体は日本銀行ですが、実際に介入を実施したのは委託を受けたFRBですから、回数としてはニューヨークのほうでカウントしているということです。なお、今回は分析しませんが、市場だけでなく、介入の実施時間についてもある程度わかっています。新聞記事を見ますと、「寄りつき後に実施」とか、「昼過ぎに発表」、「11時ごろ実施」というように、多くの場合、時間も同時に掲載されます。ですから、時間単位のデータ

を使うと、より詳しい分析ができると思いますが、今回は日次ベースのデータで分析しています。

次に、口先介入の情報です。これも細かく分類することは可能ですが、サンプル数の問題から、基本的には「中央銀行」と「政府」という区分にしています。「中央銀行」は「総裁」と「それ以外」、日銀総裁あるいはFRBの議長と、それ以外の方です。「政府」は、日本ですと「首相と蔵相」と「それ以外」、アメリカですと「大統領と財務長官」と「それ以外」の発言というかたちで分けています。

なお、「それ以外」のところでも日本とアメリカは若干違うので補足すると、日本政府の「それ以外」というのは、大蔵省の副財務官あるいは財務官の発言であり、基本的には政府関係者の発言が新聞に掲載されます。一般の民間エコノミストの発言はほとんどの場合軽視されていて、その発言があったとしてもマーケットに影響も与えず、新聞にも取り上げられません。しかし、アメリカは違います。当時ですと、政府系のシンクタンクである国際経済研究所のバークステン氏の発言は市場に大きな影響を与えることから、新聞でも取り上げられます。そこで本研究では、政府とは関係のない民間の方も「政府」の「それ以外」に含めています。もちろんそれぞれの発言は、ドル高方向、ドル安方向を意図してやっておりますので、どちらを意図してやった発言なのかということも区別しています。

これらの情報をもとに、まず介入がどれぐらい成功したのかということです。1990年代との比較が1つのテーマですので、伊藤先生(2002年)と同様の方法により介入の正否についてみてみました。

具体的には東京市場、欧米市場、それぞれにおいて、介入が成功した回数を次の2つのケースに分けてみています。安定化というのは、速度を緩めるということです。例えば、円高に向かおうとしている相場を、急激な円高ではなく緩やかな円高にする、あるいは緩やかなドル高にするものです。反転というのは、明らかに円高の方向を円安の方向にしてしまうような介入効果です。

これで見ると、東京市場は3割前後の成功率となり、伊藤先生の研究結果の約半分の成功率です。実はこの介入には観測が含まれていますので、本当の介入だけでやると、もしかするともう少し成

成功率が上がるのかもしれませんが、それほど高くはないということです。但し、2003年の井澤・橋本先生の研究結果では36%程度になっていますので、それと同等の結果といえます。

このように、成功率が低い原因を分析するために、口先介入と観測介入という情報をもとに、井澤・橋本研究のスペックにならって推計してみました。推計式は次の通りです。

$$(S_t - S_{t-1}) = c + \alpha \cdot \text{介入情報} + \beta \cdot \text{日米短期金利差}$$

ここで日米短期金利差を説明変数として用いるのは、為替レートは短期的には金利差で決定される場合が多く、この項で説明している。一方、その他の要因として東京市場の始値から東京市場の終値の間での変化を見て、介入情報がどの程度効いているのかというかたちにしていきます。ただ、この日米短期金利差はその1日の変化幅にはなっていません。その意味では時間的に同等な関係にはなっていない。

また、それぞれの介入情報は、円高方向を意味する場合-1、ドル高方向を意味する場合+1というダミー変数に置き換えています。例えば、ベーカーがドル高を意図して口先介入をやったとしますと、+1とする。

推計期間は、1984年9月3日から1988年4月29日までを全体の期間として、次の2つのサブサンプルを設けています。1つは、1984年9月3日から1986年3月17日までのドル売り介入期。つまり、260円ぐらいの為替レートが100円台になってくる中で、日本銀行は当初は円高を促進していた時期に該当します。200円を割れて180円あたりからスタンスを変更し、これ以上円高が進んでは困るという時期が来たわけです。当時の新聞をみると、当初は「200円ぐらいの円高であれば、日本経済も影響は軽微であり、世界的なドル暴落の懸念も薄らぐであろう」というようなコメントがたくさん出ていますが、200円を割れたあたりから日本の通貨当局は円高防止に騒ぎだします。いよいよ200円を割って、とうとう日本単独でドル買い介入の方向に大きく転換したのは1986年3月18日です。そこで本研究では、1986年3月18日から1988年4月29日までのドル買い介入期を推計期間として、2つのサブサンプルに分けて推計しました。

推計結果を概観すると、為替介入の効果について、符号条件は先行研究と同様、0, 1, -1を使っておりますので、1兆円の介入も1億円の介入もすべて同一に扱っているという意味では符号条件は満たしていませんが、為替の変動に観測介入が影響を及ぼしていることを示唆しています。東京市場における介入と金利差というのは、それぞれある程度効果があったといえそうです。ロンドンにおいてもニューヨークにおいても、介入はそれなりに効果があったと指摘できます。

しかし、ドル売り介入とドル買い介入に分けてみると、一般にプラザ合意において為替介入が大きな役割を果たしたと言われてますが、実際はそうではなく、有意ではない。少なくとも定性的なイメージより、効果が小さいというのがここから得られる結果であり、一般的な理解と非常に大きな違いとなって出てきています。これは一体どうしてなのでしょう。

口先介入についても特徴的な結果がみられます。口先介入はアメリカの発言にも効いていない。日本はいつもアメリカにつつかれて動いているというイメージからすると、アメリカの発言というのは非常に効いているはずなのに、効いていないという結果が得られました。どうしてでしょうか。もちろんアメリカでも口先介入が有意である場合もみられます。「中央銀行総裁」「中央銀行その他」「政府首脳、財務長官」「政府その他」と分けてみると、「政府その他」の発言は効果があるという結果が出ています。日本の場合は、日銀総裁の発言は為替の変動に対してはあまり影響を与えないものの、政府高官(大臣、財務官)の発言は有意という結果が出ています。

このように、意外なことにプラザ合意後の日本における為替介入があまり影響を与えていない。アメリカ当局者の発言も、当時、ベーカー財務長官はほとんど毎日のように口先介入をしており、そのたびに日本は右往左往していたけれども、実はあまり有意ではない。その原因は何かについて今後の課題にもなりますが、若干検討を加えてみたいと思います。そこで、2つのグラフをみてください。

図1の「-----」線は日本の口先介入、「———」線はアメリカの口先介入で、いずれも絶対値化しています。これを足し上げると、マイナス1足すプラ

ス1はゼロになりますから、ネットアウトされてしまいます。プラザ合意の1985年9月近辺の急激な円高局面においては、日本の口先介入がたくさん行われていることがわかります。アメリカも、絶対値で見ると、日本と同様口先介入は増加しています。

しかし図2を見てください。日本は「-----」線ですが、急激な円高に向かう過程においては、「ドルを下げたい。円高に誘導したい」というコメントがたくさん出ます。それが徐々に転換して、逆に「もうこれ以上円高になっては困る」というコメントがたくさん出てくる。

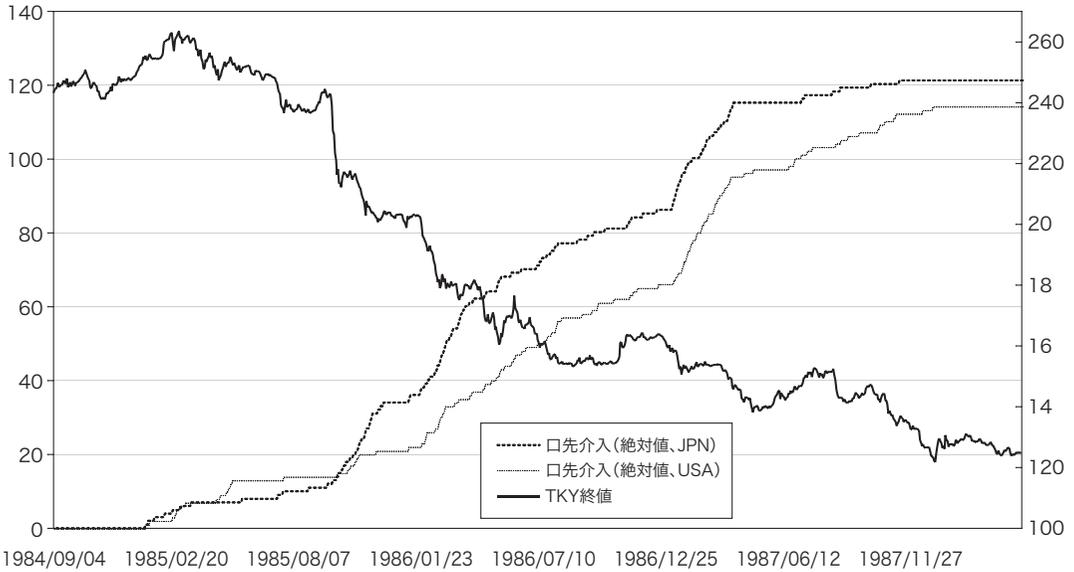
それに対して「-----」線のアメリカは、ゼロ近傍にあります。この原因は、例えば、ベーカー財務長官も、「ドルの下落はもうこれで十分」と発言したかと思うと、翌日には「もっとドル下落は必要」と発言し、また次の日には「そろそろドル高は十分」と発言しています。あるいは、同じアメリカの財務省の中においても、ベーカー財務長官が「ドル高サポート」の発言をしているにもかかわらず、財務次官が同日に全く逆の方向の発言をしているなど、アメリカ内部の発言が全く統一さ

れていない、不整合になっている。それがこの時期の介入効果を弱めたのではないかと考えています。少なくとも発言内容を見る限りにおいては、不整合な状況となっています。為替レートはそのたびに、円高に行ったり円安に行ったりする。それを日々続けるため、そういったものを拾ってくると、推計においてはなかなかうまく影響を抽出できないということになります。要するにプラザ合意後、観測介入の効果が有意でないのは、アメリカの口先介入の不整合が原因ではないのか。実際の介入と当時の当局者の思惑が一致していないために、介入の効果を抽出できないのではないかとということです。この点について今後詰めて分析したいと考えています。

今回の2年間の研究の中で、1980年代後半期の為替のデータセットを完了させ、当時の為替介入の効果を分析しました。今後これをさらに深めて、金融政策における整合性・非整合性に関するインプリケーションとしてつなげられればと思っています。

長くなりましたが、これで報告を終わります。

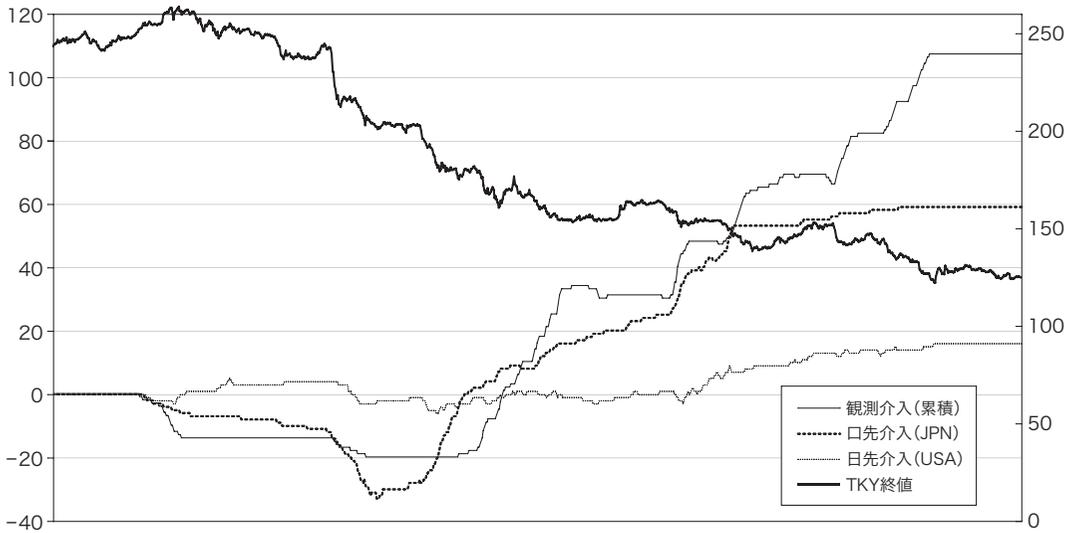
図1. 口先介入圧力(累積)



1984/09/04 1985/02/20 1985/08/07 1986/01/23 1986/07/10 1986/12/25 1987/06/12 1987/11/27

出所) 日本経済新聞, 金融新聞各年縮刷版より筆者作成.

図2. 介入観測圧力(累積)



1984/09/04 1985/02/20 1985/08/07 1986/01/23 1986/07/10 1986/12/25 1987/06/12 1987/11/27

出所) 日本経済新聞, 金融新聞各年縮刷版より筆者作成.